

NORGES HANDELSHØYSKOLE

Bergen, høsten 2005

Utredning i fordypningsområde: Økonomisk analyse
Veileder: Professor Karl Rolf Pedersen

Fleksibelt inflasjonsmålsregime og pengepolitiske utfordringer i Norge 2001 – 2005

av Arild Reed

Denne utredningen er gjennomført som ledd i siviløkonomutdanningen ved Norges Handelshøyskole og godkjent som sådan. Godkjennelsen innebærer ikke at Høyskolen innestår for de metoder som er anvendt, de resultater som er fremkommet eller de konklusjoner som er fremkommet i arbeidet

Forord

Valg av tema for min avsluttende utredning til siviløkonomutredningen var en grei sak for mitt vedkommende. Valget falt raskt på pengepolitikk. Selve vinklingen av oppgaven ble atskillig vanskeligere. Til å begynne med ønsket jeg å ta for meg norsk pengepolitikk og hvordan den har påvirket norsk konkurranseutsatt sektor de siste årene. En slik problemstilling ville krevd mye statistisk materiale og hadde kanskje blitt for vanskelig.

Fast bestemt på å skrive om pengepolitikk fravek jeg fra denne problemstillingen og konsentrerte meg om Norges Bank omlegging fra et valutakursregime til et fleksibelt inflasjonsmålsregime. Jeg har prøvd etter beste evne å skrive en oppgave som tar for seg en gjennomgang av de viktigste temaene i norsk pengepolitikk de siste 5 årene.

Selve arbeidet med oppgaven har vært veldig interessant og lærerikt. Pengepolitikk har blitt viet stadig større oppmerksomhet i media, og jeg har kunnet fulgt med i de pågående debattene, samtidig som jeg har prøvd å relatere hva som har blitt sagt til pengepolitisk teori.

Oppgaveskrivingen har foregått i en intensiv periode etter eksamen i desember og i de første ukene på nyåret. Grunnen til dette er at jeg på et relativt sent tidspunkt bestemte meg for å ”bare” fullføre siviløkonomstudiet og ikke gå videre som masterfagstudent. Den intense perioden med skriving har hatt sine fordeler og ulemper. Jeg har fått satt meg skikkelig inn i stoffet denne perioden. Samtidig har arbeidet kanskje vært for intenst, så jeg vil anbefale andre studenter å starte med sin utredning i god tid før leveringsfristen.

Til slutt vil jeg takke professor Karl Rolf Pedersen for at han stilte opp som veileder på ekstremt kort varsel.

Bergen, januar 2006

Arild Reed

Innholdsfortegnelse

Sammendrag	4
1. Innledning	5
2. Pengepolitikk	7
2.1 Hva er pengepolitikk?	7
2.2 Kort om pengepolitiske mål	8
2.3 Ulike pengepolitiske regimer	9
2.3.1 Pengemengdevekst	9
2.3.2 Fastkursregime	11
2.3.3 Inflasjonsmålsstyring	13
2.3.4 En diskresjonær modell?	15
3. Fleksibelt inflasjonsmål – en forenklet teoretisk fremstilling	19
3.1 Modelloppsett	19
3.1.1 Tilbud, etterspørsel og valutamarkedet	19
3.1.2 Sentralbankens tapsfunksjon	20
3.2 Optimal rentesetting i lys av modellen	21
3.3 En alternativ modell	22
4. Pengepolitisk debatt i lys av fleksibel inflasjonsmålsstyring – Norge 2001-2005	24
4.1 Konjunkturforløpet 2001 – 2005 – et kort sammendrag	25
4.2 Renteutviklingen 2001 – 2005	26
4.3 Pengepolitikken i lys av modell for fleksibelt inflasjonsmålsregime	29
4.3.1 Kort analyse av ulike sjokk	29
4.3.2 Utvidelse av horisont for måloppnåelse og markedskommunikasjon	31
4.4 Alternative regimer	34
4.4.1 Fastkursregime	34
4.4.2 Diskresjonær modell	35
4.5 Utsiktene fremover og pengepolitiske utfordringer	36
5. Konklusjon	38
Referanser	39

Sammendrag

Denne utredningen omhandler pengepolitikk med særlig vekt på innføringen av fleksibelt inflasjonsmål i Norge i tiden etter våren 2001. Først prøver jeg å etablere en forståelse for hva pengepolitikk er. Deretter gir jeg en kort innføring i pengepolitiske mål og knytter dette til ulike pengepolitiske regimer.

Siden utredningens hovedvekt knytter seg til pengepolitikk under et fleksibelt inflasjonsmålsregime, har jeg videre fokusert på en enkel modell for hvordan pengepolitikken bør innrettes dersom sentralbanken styrer etter et eksplisitt inflasjonsmål. Modellen er hentet fra en artikkel av Røisland og Sveen (2004) fra Norges Bank.

Deretter prøver jeg gjennom pengepolitisk teori og modellen for pengepolitikk under et inflasjonsmål å vise at overgangen til et fleksibelt inflasjonsmål var riktig, men også at et slikt regime ikke gir et fasitsvar for hvordan pengepolitikken bør utformes. Jeg ser også på den konjunkturmessige utviklingen i Norge de siste fem årene og gir en gjennomgang av noen av valgene Norges Bank har gjort denne perioden.

Det meste av teorien til denne utredningen er hentet fra fagene *Konjunkturanalyse*, *Internasjonal Makroøkonomi* og *Pengemarkeder og Bankvesen* på siviløkonomstudiets 3. avdeling. Det er også disse fagene som i stor grad har inspirert meg til å skrive en utredning om pengepolitikk.

1. Innledning

Pengepolitikk og pengepolitisk debatt er i vinden som aldri før. Siden innføringen av fleksibelt inflasjonsmål 29. mars 2001, har pengepolitikken blitt viet stadig større oppmerksomhet. Ikke bare blant økonomer, men også blant folk flest. Sentralbanken har nå fått rollen som makroøkonomisk stabilisator. Det nye mandatet for pengepolitikken er som følger:¹

Forskrift om pengepolitikken

Fastsatt ved kronprinsregentens resolusjon 29 mars 2001 med hjemmel i Lov om Norges Bank og pengevesenet § 2 tredje ledd og § 4 andre ledd:

I

§ 1.

Pengepolitikken skal sikte mot stabilitet i den norske kronens nasjonale og internasjonale verdi, herunder også bidra til stabile forventninger om valutakursutviklingen. Pengepolitikken skal samtidig understøtte finanspolitikken ved å bidra til å stabilisere utviklingen i produksjon og sysselsetting.

Norges Bank forestår den operative gjennomføringen av pengepolitikken.

Norges Banks operative gjennomføring av pengepolitikken skal i samsvar med første ledd rettes inn mot lav og stabil inflasjon. Det operative målet for pengepolitikken skal være en årsvekst i konsumprisene som over tid er nær 2,5 prosent.

Det skal i utgangspunktet ikke tas hensyn til direkte effekter på konsumprisene som skyldes endringer i rentenivået, skatter, avgifter og særskilte midlertidige forstyrrelser.

§ 2.

Norges Bank skal jevnlig offentliggjøre de vurderingene som ligger til grunn for den operative gjennomføringen av pengepolitikken.

§ 3.

Den norske kronens internasjonale verdi fastlegges på grunnlag av kursene i valutamarkedet.

§ 4.

Norges Bank gir på statens vegne de meddelelser om kursordningen som følger av deltakelse i Det internasjonale valutafond, jf. lov om Norges Bank og pengevesenet § 25 første ledd.

II

Denne forskrift trer i kraft straks. Samtidig oppheves forskrift av 6. mai 1994 nr. 0331 om den norske kronens kursordning.

¹ www.norges-bank.no

Med det nye mandatet ble det gamle fastkursregimet avskaffet og erstattet med et fleksibelt inflasjonsmålsregime. Helt siden 1999 hadde den nye sentralbanksjefen Sven Gjedrem antydnet at tiden var inne for et skifte i norsk pengepolitikk, men endringen kom ikke formelt før to år senere. Det har lenge vært en allmenn erkjennelse at pengepolitikken ikke kan påvirke realøkonomiske forhold på lang sikt, og at pengepolitikken formål må være å fungere som et ”nominelt anker”² og skape stabilitet og forutsigbarhet for den økonomiske utviklingen.

Jeg vil videre i oppgaven vise at overgangen til fleksibelt inflasjonsmål var riktig, men også prøve å gi en kritisk gjennomgang av et inflasjonsmålsregime og etter beste evne relatere dette til særnorske økonomiske forhold.

² Mishkin, 2000

2. Pengepolitikk

2.1 Hva er pengepolitikk?

Pengepolitikk kan defineres som ”handlinger utført av sentralbanken for å påvirke penge- og finansielle forhold i en økonomi”³. Ofte blir også pengepolitikk beskrevet som handlinger utført av sentralbanken, med den hensikt å kontrollere pengetilbudet. Pengepolitikkenes viktigste oppgave er å opprettholde pengenes verdi, og rammene for politikken fastsettes som oftest ut fra et uttalt mål. I Norge er målet for pengepolitikken på sikt å sikre en lav og stabil inflasjon på rundt 2,5 prosent.

Norges Bank er ansvarlig for gjennomføringen av pengepolitikken i Norge gjennom lov og forskrift. Sentralbankens hovedstyre leder bankens rådgivende og utøvende virksomhet. Styret består av syv medlemmer, hvor alle er oppnevnt av Kongen i statsråd. Styret ledes av sentralbanksjef Svein Gjedrem (siden 1. januar 1999). Sentralbankens andre sentrale styringsorgan, representantskapet, har ansvar for bankens revisjon og for at reglene for bankens virksomhet blir fulgt. Representantskapet består av femten medlemmer som velges av Stortinget.

Beslutningene om rentefastsettelse og rentendringer gjøres av Norges Banks hovedstyre. Endringer i sentralbankens styringsrente, foliorenten, kan i praksis gjøres hver dag. For å skape troverdighet og forutsigbarhet er det ikke aktuelt å foreta endringer i styringsrenten mer enn annet hvert rentemøte (hver 6 uke). Norges Bank vil umiddelbart etter hvert rentemøte offentliggjøre hvorvidt en beslutning om å endre styringsrenten er fattet eller ikke.

Den økonomiske politikkenes hovedformål er å bidra til en balansert økonomisk utvikling, hvor en forsøker å unngå sterke konjunkturutslag. Dersom den økonomiske utviklingen avviker veldig fra den trendmessige utviklingen, vil rammevilkårene bli mer usikre og uforutsigbare. Ved å utforme den økonomiske politikken slik at konjunktursvingningene

³ Burda & Wyplosz, 1997: “Monetary policy: actions taken by central banks to affect monetary and financial conditions in an economy.”

avviker minst mulig fra trend, bidrar en til stabile økonomiske rammevilkår. Det er dette som ofte blir omtalt som stabiliseringspolitikk. Pengepolitikken er bare en del av den økonomiske politikken. Økonomisk politikk gjennomføres også gjennom finanspolitikken, som omhandler allokering og forvaltning av statens inntekter og utgifter. Stortinget og regjeringen innehar den bestemmende og utøvende myndigheten for finanspolitikken. Utviklingen de siste tjue årene innen økonomisk politikk har gått i den retning at pengepolitikken har fått en stadig større rolle i stabiliseringspolitikken på bekostning av finanspolitikken.

Norges Bank skal virke innenfor de rammer som er fastlagt av de økonomiske myndighetene, og skal bidra til å fremme tilliten til norsk økonomi og det finansielle systemet. Dette oppnås gjennom disse punktene, som kan ses på som Norges Banks hovedoppgaver⁴:

- Bidra til en balansert økonomisk utvikling og at inflasjonsmålet nås.
- Bidra til stabile og effektive finansmarkeder og betalingssystemer
- Tilfredsstille samfunnets behov for pengesedler og mynt
- Sørge for en effektiv og sikker forvaltning av statens finansielle formue (Petroleumsfondsforvaltning).

Det mest vanlige praksisen er at målet for pengepolitikken fastsettes av det enkeltes lands myndigheter. I følge Mishkin (2000) er dette et av prinsippene som bør overholdes dersom en sentralbank skal lykkes som makroøkonomisk stabilisator. Siden pengepolitikken ikke kan styre realøkonomiske størrelser, blir ofte målet for pengepolitikken gitt gjennom et nominelt anker (nevnt innledningsvis). Jeg vil i de påfølgende delkapitlene ta for meg aktuell pengepolitisk teori og se på forskjellige pengepolitiske regimer.

2.2 Kort om pengepolitiske mål

En presisering av pengepolitiske mål kan gjerne være på sin plass før en presentasjon av ulike pengepolitiske regimer. Målene for pengepolitikken kan kategoriseres. Det mest vanlige er å skille mellom *operasjonelle mål*, *mellomliggende mål* og *endelige (langsiktige) mål*. Styring av kronelikviditeten og nivået på de kortsiktige pengemarkedsrentene kan ses på som sentralbankens operasjonelle mål. De mellomliggende målene for pengepolitikken knytter seg til valg av pengepolitisk regime. Økonomisk litteratur omtaler dette ofte som ”intermediate

⁴ www.norges-bank.no

targets”. Disse kan være regelbaserte, eller sentralbanken kan legge opp sin politikk på en mer diskresjonær måte. Pengepolitikken endelige mål beskriver hva en ønsker å oppnå med pengepolitikken på langsiktig basis. I Norge er det endelige målet for pengepolitikken knyttet til lav og stabil inflasjon (i nominelle størrelser selvfølgelig).

2.3 Ulike pengepolitiske regimer

Som jeg har nevnt tidligere er betydningen av et nominelt anker særdeles viktig for hvordan en sentralbank foretar sine disposisjoner. I den økonomiske litteraturen kan vi finne en rekke forslag til hvilke nominelle anker en sentralbank bør styre etter. Friedman (1968) kom i sin artikkel ”The role of monetary policy” frem til at pengepolitikken på sikt bare kan styre prisenivået og inflasjonsraten. Synspunktene som kom frem i artikkelen fikk bred aksept. Han la frem forslag til tre ulike *mellomliggende mål* (intermediate targets) sentralbanken kunne styre etter. Disse var *valutakurs*, *prisenivå(inflasjon)* og *pengemengde*. Dette er de mest vanlige eksemplene på nominelle anker som legges til grunn for sentralbankens utøvelse av pengepolitikken, og som igjen gir opphav til ulike pengepolitiske regimer.

2.3.1 Pengemengdevekst

Friedmans foretrukne alternativ var å utforme pengepolitikken etter vekst i pengemengden (kvantitetsteori). Tiltroen til å styre etter pengemengdevekst ble i liten grad akseptert av andre økonomer. Forutsetningene for å styre etter et eksplisitt mål for pengemengden er som følger⁵:

- Sentralbanken kan styre pengemengden.

I praksis har sentralbanken liten/ingen mulighet til å styre pengemengden presist.

- Pengeetterspørsel er en stabil funksjon av inntekt og rente.

Pengeetterspørselsfunksjonen er gitt ved $\frac{M}{P} L(Y, i) \Rightarrow \frac{M}{P} = \alpha + \beta Y + \gamma i + \varepsilon$ hvor M er

pengemengde, P er prisenivå, Y er realinntekt og i er nominell rente. Parametrene α , β og γ skifter over tid (sjokk i økonomien). Dessuten har en andre ukjente sjokk (ε) som også virker forstyrrende på sammenhengen mellom M , P , Y og i . Siden

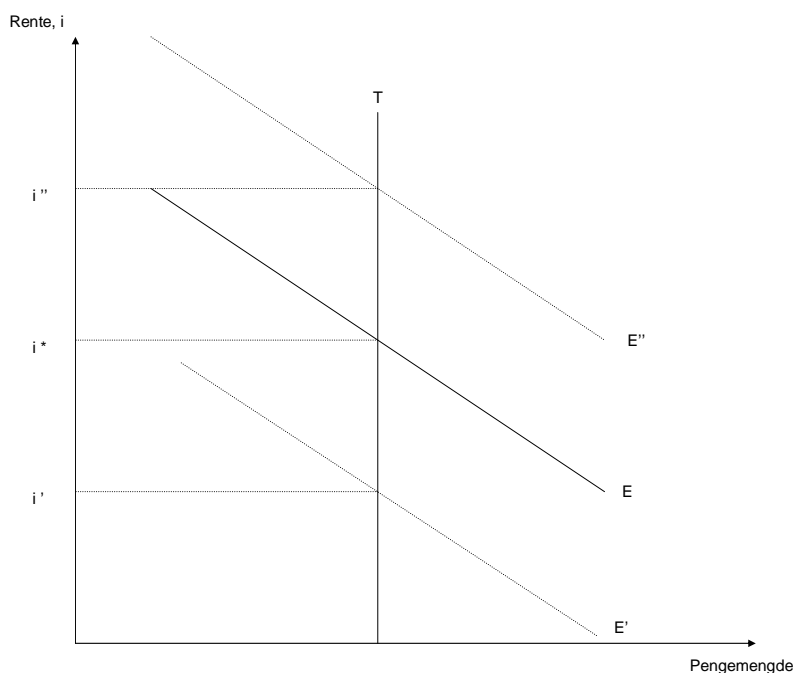
⁵ Forelesning 26.09.05, Fie420 Pengemarkeder og Bankvesen

pengeetterspørselen er ustabil medfører dette også til at pengenes omløpshastighet blir ustabil, og en har dermed ingen stabil sammenheng mellom pengemengde og nominell inntekt ($Y \cdot B$).

I tillegg til at disse forutsetningene ikke er oppfylt, fører en utstabil pengeetterspørsel til høy rentevolatilitet. Det å styre etter et bestemt mål for pengemengden kan i praksis ses på som reservestyring, hvor sentralbanken legger vekt på at det finansielle systemet (banker etc.) skal ha en viss størrelse av likvider tilgjengelig til enhver tid.

Grafisk kan dette se slik ut:

Figur 1:



Et slikt regime innebærer at tilbudskurven for penger ligger fast. Som jeg har drøftet over vil etterspørselen etter penger endre seg over tid og konsekvensen av dette vil bli høy rentevolatilitet. På 1980-tallet prøvde både Storbritannia og USA i korte perioder å styre etter pengemengdevekst. Denne perioden slet mange økonomier med høy inflasjon. Ved å styre etter pengemengden håpte sentralbankene i Storbritannia og USA å få bukt med den økende inflasjonen. Siden forutsetningene for å styre pengemengden var fraværende, ble forsøkene på pengemengdestyring relativt kortvarige. Erfaringene med bruk av pengemengden som nominelt anker i USA og Storbritannia banet vei for at pengemarkedsrentene ble sentralbankens foretrukne operasjonelle mål.

2.3.2 Fastkursregime

I et fastkursregime knytter pengepolitikken intermediære mål seg til valutakursen. Her innretter en pengepolitikken slik at hjemlandets valutakurs holdes fast/stabil mot en utenlandsk valuta. Det kan for eksempel være amerikanske dollar, euro eller en veid kurv av landets viktigste handelspartneres valuta. For at valutakursen skal holdes fast må sentralbanken *intervenere* i valutamarkedet. Er kursen på innenlandsk valuta for høy, vil sentralbanken være nødt til å kjøpe innenlandsk valuta. Dette vil igjen redusere bankens reserver av utenlandsk valuta. Ved underkurs vil sentralbanken selge innenlandsk valuta for å øke sine reserver av utenlandsk valuta. En depresisering av innenlands valuta over tid vil bli møtt av kjøp av innenlandsk valuta. Bankens valutareserver reduseres og kan i verste fall bety at en går helt tom for valutareserver. Dette kan igjen føre til devaluering.

Valutaintervensjoner er altså sentralbankens fremste virkemiddel i et fastkursregime. Mishkin (1997) definerer valutaintervensjoner som internasjonale finansielle transaksjoner som sentralbanken foretar seg for å påvirke valutakursen. Det skilles ofte mellom steriliserte og ikke-steriliserte valutaintervensjoner. Bare sistnevnte har likviditetseffekter. Steriliserte intervensjoner i valutamarkedet er annonsert på forhånd og har en motpost i balansen slik at de ikke vil påvirke valutakursen. Likevel kan de ha en viss *signaleffekt* i markedet⁶. Sentralbanken kan gjennom en slik transaksjon indikere til markedet hvilken retning en ønsker at valutakursen skal endre seg. Ikke-steriliserte valutaintervensjoner påvirker som sagt innenlandsk likviditet. Endringen i likviditeten fører til en endring i innenlands rentenivå. Kjøp av innenlandsk valuta vil føre til en strammere likviditet og de korte pengemarkedsrentene vil dermed øke. For utenlandske investorer vil det dermed relativt sett bli mer attraktivt å plassere i innenlandsk valuta og valutakursen appresierer.

En vesentlig fordel med fastkursregime er at valutakursen er direkte observerbar. På kort sikt kan en gjennom pengepolitikken ved bruk av valutaintervensjoner være med på å stabilisere konkurranseevnen (realvalutakursen⁷). For Norges del vil dette veie tungt siden økonomien er liten og åpen, og hvor eksportindustrien er særdeles viktig for nasjonal verdiskaping.

⁶ Forelesning 13.10.05, Fie420 Pengemarkeder og Bankvesen

⁷ Formel for realvalutakurs: $K = \frac{E \cdot P^*}{P}$, hvor K er realvalutakurs, E er nominell valutakurs, P* pris på utenlandske varer i utenlandsk valuta og P er pris på innenlandske varer i innenlandsk valuta.

En vesentlig ulempe med et fastkursregime kan betraktes ut fra IS-LM/Mundell-Fleming modellen. Fra denne vet vi at innenlandsk rentenivå må være lik utenlandsk rentenivå (ankerlandets rentenivå) pluss eventuelle depresieringsforventninger under et fastkursregime, dersom en forutsetter perfekt kapitalmobilitet⁸. Sentralbanken kan dermed ikke styre det innenlandske rentenivået. Dersom markedets forventninger om den fremtidige valutakursen er lik valutakursmålet, vil rentenivået hjemme og ute være likt. På denne måten svekkes sentralbankens påvirkningskraft gjennom rentefastsettelse ved et fastkursregime. Vi ser også at effektene av valutaintervensjoner i stor grad vil være avhengig av hvor perfekt kapitalmobiliteten er, siden kapitalstrømmene motvirker valutaintervensjonen. I Norge gikk vi formelt over fra et fastkurs regime til et regime med styrt flyt når sentralbanken lot kronen flyte fritt fra desember 1992. I et regime med et mer fleksibelt valutakursmål har sentralbanken større grad av handlefrihet, og kan dermed bruke renten (til en viss grad) til å stabilisere valutakursen.

Valutaen kan også bli offer for spekulative angrep i et fastkursregime. Valutaspekulanter ser gjerne sitt snitt til å tjene raske penger dersom markedets forventninger om valutakursen er totalt forskjellig fra det uttalte målet som sentralbanken har satt for valutakursen. Jo større sannsynligheten er for at kursmålet må oppgis, jo mer sårbar er valutaen for spekulasjonsangrep.

Empirisk testing viser også at stabil valutakurs ikke er særlig nært korrelert med lav og stabil inflasjon. Forklaringen til dette ligger i at lav og stabil innenlandsk inflasjon forutsetter lav og stabil utenlandsk inflasjon og stabil realvalutakurs. Ofte har Norge motsatt konjunkturutvikling i forhold til våre handelspartnere, noe som fører til betydelig variasjon i realvalutakursen. De konjunkturmessige forskjellene mellom landene i Euroområdet, som for øvrig er våre viktigste handelspartnere, og Norge forklares som oftest ut fra et oljeprisperspektiv. "Euroland" er netto-importør av olje og Norge er netto-eksportør av olje. I perioder med høy oljepris vil Norge oppleve konjunkturoppgang, med motsatt utvikling hos våre handelspartnere på kontinentet. Resultatet av dette vil være at pengepolitikken i form av valutakursstabilisering vil forsterke konjunkturfluktuationene.

⁸ forutsetter at udekket renteparitet holder: $i - i^* = \frac{E^e - E}{E}$, hvor i er rentenivå hjemme i^* er rentenivå ute og $(E^e - E)/E$ er forventet depresseringsrate. (tilnærming)

2.3.3 Inflasjonsmålsstyring

Inflasjon kan defineres som vedvarende vekst i det generelle prisnivået⁹. Dette skyldes i hovedsak at det samlede pengetilbudet vokser raskere enn pengeetterspørselen – pengenes verdi faller. Inflasjonen måles vanligvis ved veksten i konsumprisene slik den måles i Statistisk Sentralbyrås konsumprisindeks. Denne indeksen justeres i tillegg for avgifter, skatter og energipriser som da gir kjerneinflasjon (KPI-JAE).

Et inflasjonsmålsregime innebærer at sentralbanken innretter pengepolitikken mot å nå et vedtatt mål for inflasjonen. Målet fastsettes som regel av landets myndigheter. I Norge skal sentralbanken sikte mot å oppnå en inflasjon som over tid er nær 2,5 prosent¹⁰.

I et inflasjonsmålsregime er det renten som vil være det viktigste pengepolitiske virkemiddelet. Gjennom bruk av likviditetspåvirkende instrumenter kan et lands sentralbank påvirke de korteste pengemarkedsrentene. Norges Banks viktigste likviditetspåvirkende instrument er foliorenten, renten på bankenes innskudd i Norges Bank. Denne er også Norges Banks styringsrente. For å unngå stor variasjon i renten har sentralbanken opprettet en rentekorridor. Siden bankene alltid kan plassere sin overskuddslikviditet som folioinnskudd i Norges Bank, vil ikke bankene være villige til å låne ut i interbankmarkedet til en rente lavere enn foliorenten. Denne renten vil derfor danne gulvet i rentekorridoren. Taket er gitt ved dagslånsrenten. Bredden på korridoren er i dag to prosent. I perioder med normal likviditet vil de korte pengemarkedsrentene ligge rett i overkant av foliorenten, men disse rentene kan også falle under foliorenten dersom det eksisterer sterke forventninger i markedet om reduksjon i foliorenten. Er det knapp likviditet vil rentenivået stige oppover mot dagslånsrenten. Norges Bank styrer likviditetstilførselen hovedsakelig gjennom gjenkjøpsavtaler og F-lån¹¹. Kjøp og salg av statssertifikater og statsobligasjoner er også viktige likviditetspåvirkende instrumenter. Ønsker sentralbanken en økning i nivået på de korte rentene uten å heve foliorenten, kan den inndra likviditet gjennom salg av statspapirer eller tilby F-innskudd(fastreteinnskudd).

⁹ www.norges-bank.no / www.ssb.no

¹⁰ se innledning for Forskrift om pengepolitikken

¹¹ Winje og Aas, Penger og Kreditt 2/97

Rentesettingen skjer altså i lys av det uttalte inflasjonsmålet. Som en tilnærming kan en si at økt rente (kontraktiv pengepolitikk) vil dempe aggregert etterspørsel og redusere inflasjonen. Ekspansiv pengepolitikk vil virke stimulerende på økonomien. Er det utsikter til lavere inflasjon enn inflasjonsmålet, vil renten bli satt ned.

Renteendringer er heller ikke helt uproblematisk. Det er viktig å merke seg at pengepolitikk i form av en justering av renten virker med et betydelig tidsetterslep. Det antas at virkningene av en renteendring vil komme mellom 1-3 år etter endringen. Norges Bank har også dette som perspektiv for pengepolitikken. De utarbeider pengepolitikken slik at inflasjonsmålet nås 1-3 år frem i tid. Virkningen pengepolitikken har på realøkonomien og inflasjonen omtales som regel som den monetære transmisjonsmekanismen. Pengepolitikken virker direkte og indirekte gjennom en rekke kanaler. Disse virkningene kan være vanskelig å predikere. Renteendringer gjøres derfor som regel i små steg.

Et ledd i debatten omkring inflasjonsstyring går på i hvilken grad selve inflasjonsmålet skal ligge fast eller være mer fleksibelt. Svensson (1998) argumenterer for at et fleksibelt inflasjonsmålsregime ivaretar den realøkonomiske utviklingen på en bedre måte. Ved et strengt inflasjonsmålsregime vil sentralbanken konsentrere seg om å nå inflasjonsmålet så raskt som mulig uten vesentlige hensyn til andre makroøkonomiske variable (som for eksempel valutakurs, produksjon og finansiell stabilitet). Dette vil i praksis bety dramatiske endringer i rentenivået og valutakursen. Sentralbanken bruker her den direkte valutakurskanalen i den monetære transmisjonsmekanismen¹² til å bringe inflasjonen tilbake til målet så raskt som mulig. Valutakursen påvirker prisene på importerte varer som igjen påvirker inflasjonen. Studier viser at det er denne kanalen pengepolitikken virker raskest gjennom. Svensson påpeker at ingen sentralbank innretter sin pengepolitikk på denne måten.

Ved valg av et inflasjonsmålsregime er det mer vanlig å styre etter et fleksibelt inflasjonsmål. Sentralbanken innretter da pengepolitikken slik at inflasjonen når det uttalte målet lenger frem i tid. I Norge har vi en horisont på 1-3 år for å nå inflasjonsmålet. Svensson nevner fem ulike grunner som taler for et fleksibelt inflasjonsmål:

¹² Den monetære transmisjonsmekanismen: Hvordan pengepolitikken virker på realøkonomien og inflasjonen.

1. For drastiske endringer i renten (det pengepolitiske instrumentet) kan virke mot sin hensikt. Ønsket om å skape stabilitet gjennom renteendringene kan skape økonomisk ustabilitet dersom pengepolitikken blir utøvd for aktivt.
2. Som jeg har nevnt tidligere er det betydelig usikkerhet knyttet til hvordan pengepolitikken virker på realøkonomien og inflasjonen. Denne usikkerheten er mest knyttet til hvor lang tid det tar før renteendringer får full effekt og hvilke kanaler pengepolitikken virker gjennom.
3. Det er ofte mangelfull kunnskap om økonomiens nåværende tilstand og hvilke sjokk som har størst påvirkningskraft. Det tar ofte en viss tid før dette er klart. Tall for BNP gjennomgår ofte store revisjoner i etterkant. Siden produksjonsgapet er en viktig del av sentralbankens målfunksjon, kan det være farlig å basere seg på de første anslagene for BNP ved rentesettingen. Dette taler for en forsiktig føring av pengepolitikken. Vi ser nå at sentralbankene gjør egne anslag på BNP i stedet for å estimere produksjonsgapet ved hjelp av usikre BNP-tall.
4. Store renteendringer kan ha negativ innvirkning på pengepolitikkenes forutsigbarhet og troverdighet. Sentralbanken kan få problemer med å overbevise markedsaktørene om at en drastisk renteendring skyldes ny informasjon og ikke er motivert av tidligere feil. Dette punktet henger også nøye sammen med punkt 1.
5. Det siste punktet omhandler håndtering av tilbudssidesjokk. Ved et slikt sjokk vil det være en avveining mellom stabilisering av realøkonomien og inflasjonen. På lang sikt vil denne avveiningen være mindre synlig. Mer om dette punktet i kapittel 3 som omhandler det teoretiske og metodiske grunnlaget for fleksibelt inflasjonsmålsstyring.

Vi ser at det finnes en rekke grunner som taler for at sentralbanken bør styre etter et fleksibelt inflasjonsmål. Regelstyrt pengepolitikk med uttalt mål sikrer sentralbankens troverdighet og skaper forutsigbarhet for markedsaktørene. Siden det uttalte inflasjonsmålet også er fleksibelt, kan sentralbanken også ta hensyn til den realøkonomiske utviklingen på kort sikt. Men er det slik at det alltid vil være hensiktsmessig å styre etter uttalte mål og regler? Dette spørsmålet fører oss til neste avsnitt.

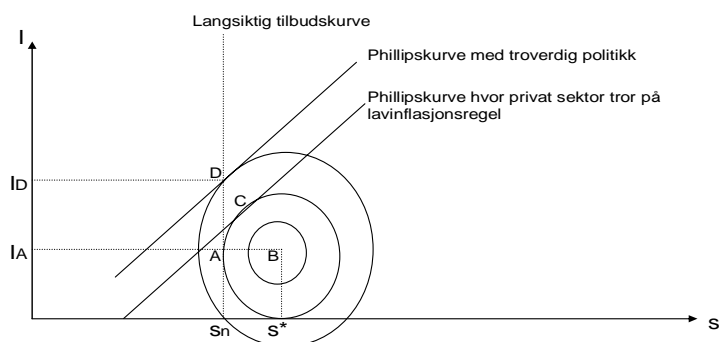
2.3.4 En diskresjonær modell?

Mens regelstyrt pengepolitikk innebærer at politikken følger regler og strategier som er bestemt på forhånd, betyr diskresjonær politikk at myndighetene ikke lar seg binde til masten gjennom gitte regler. I stedet forbeholder de pengepolitiske myndigheter retten til å iverksette

nye tiltak etter behov. Dette sikrer en mer fleksibel pengepolitikk, men samtidig forsvinner forutsigbarheten. Dette gjør at markedsaktørene vil ha større vanskeligheter med å vite hvor de skal tilpasse seg. Økonomisk litteratur peker på at antagelser om forventningsdannelse blant de forskjellige aktørene i markedet står sentralt for hvor virkningsfull den diskresjonære økonomiske politikken vil være. Tidligere eksisterte det få antagelser om forventninger. Da hersket det også bred enighet om at den diskresjonære modellen var best. Fra 1970¹³ og utover ble det større fokus på forventningsdannelse, spesielt det at aktørene hadde rasjonelle forventninger. Under slike forutsetninger vil regelstyrt pengepolitikk være det beste alternativet.

Tidsinkonsistensproblematikken gir en god forklaring på hvorfor regelstyrt pengepolitikk gir best resultat. Denne oppstår når politiske myndigheter fører en politikk som ikke er forenlig med en antatt lavinflasjonsregel. Siden aktørene har rasjonelle forventninger vil de gjennomskue myndighetene til å ex-post være fristet til å avvike fra denne regelen. Grafisk ser dette slik ut¹⁴.

Figur 2:



Figurens x-akse angir arbeidsløshet (eventuelt output, Y), mens y-aksen angir inflasjon.

Utgangspunkt i punkt A gir inflasjon I_A , som også er myndighetenes inflasjonsmål.

Tilhørende langsiktig naturlig sysselsetting i S_n . På lang sikt er det ingen trade-off mellom

¹³ Forelesning 24.01.05, Fie403 Konjunkturanalyse

¹⁴ Grafisk fremstilling hentet fra Persson (1989) (tegnet i Powerpoint)

inflasjon og sysselsetting, og det langsiktige naturlige sysselsettingsnivået er derfor gitt ved den vertikale langsiktige Phillipskurven. Myndighetenes preferanser er gitt ved de elipseformede indifferenskurvene. Idealpunktet er gitt ved B hvor myndighetenes ønskede sysselsettingsmål overstiger det naturlige sysselsettingsnivået ($S_n < S^*$). B vil være uopnåelig siden myndighetene til enhver tid må forholde seg til den aktuelle kortsiktige Phillipskurven. Spørsmålet vil være om det er troverdig at myndighetene ønsker en tilpasning i henhold til lavinflasjonsregelen i punkt A med gitt inflasjonsmål lik I_A ?

Svaret her vil være nei, på grunn av øvrige aktørers rasjonelle forventninger. Etter at et eventuelt lønnsoppgjør er ferdigforhandlet, vil myndighetene føre en mer ekspansiv politikk som bringer økonomien til punkt C. Myndighetene avviker dermed fra lavinflasjonsregelen til fordel for kortsiktig gevinst. Denne gevinsten kommer i form av økt sysselsetting (og økt produksjon) utover likevektsnivået. Siden vi her antar rasjonelle forventninger, vil arbeidstakerne legge til grunn en høyere gjennomsnittlig inflasjon når de forhandler om lønn. Dette betyr igjen at tilpasning må skje på den langsiktige Phillipskurven. Vi havner dermed i punktet D hvor myndighetene ikke lenger har incentiv til å "kjøpe" økt aktivitet gjennom å velge høyere inflasjon. Dette vil være det beste punktet på den nye kortsiktige Phillipskurven.

Modellen peker på hvor viktig de pengepolitiske myndighetenes troverdighet er. Lav troverdighet til å holde seg til en uttalt lavinflasjonsregel svekker stabiliseringspolitikken virkninger, og grepene som blir gjort for å stabilisere økonomien kan til og med virke mot sin hensikt. Vi ser også at en løsning på tidsinkonsistensproblemet vil være å gi sentralbanken full uavhengighet gjennom en institusjonell reform. En bør begrense myndighetenes muligheter til å drive stabiliseringspolitikk. Ved å "binde seg til masten" gjennom å gi fra seg makt, sikrer myndighetene troverdighet i stabiliseringspolitikken. Dette er også et av prinsippene som bør følges for å sikre optimal utøvelse av pengepolitikken i følge Mishkin (2000). Han sier at sentralbanken bør være målavhengig, men instrumentuavhengig. Med det menes at det er de politiske myndigheter som bestemmer pengepolitikken mål, men sentralbanken er ansvarlig for måloppnåelse. På denne måten sikrer en forutsigbarhet hos øvrige aktører. Samtidig vil den kortsiktige gevinsten (økt sysselsetting) gjennom å velge høyere inflasjon bli eliminert. I Norge er Norges Bank tilnærmet uavhengig i sin utøvelse av pengepolitikken, men myndighetene kan gripe inn ved særskilte anledninger.

På den andre siden har Federal Reserve i USA og tidligere sentralbanksjef Alan Greenspan styrt uten intermediært mål for pengepolitikken, og opererer med bare et langsiktig mål – ”promoting full employment and price stability” (dual mandate). Den amerikanske sentralbanken har utøvd pengepolitikken uten et eksplisitt nominelt anker som intermediært mål, og har hatt stor suksess med det. Pengepolitisk teori sier at et forhåndsbestemt sett med regler vil være mest hensiktsmessig, men kanskje for større og mer lukkede økonomier kan diskresjonær politikk fungere vel så bra. For å styre (delvis) etter et sysselsettingsmål kreves det stor innsikt i hvordan økonomien virker, stor grad av uavhengighet fra politikere og pressgrupper, og en god porsjon med flaks. Dette fordi den naturlige arbeidsledighetsrate også endrer seg over tid. Greenspan har i sine år som sentralbanksjef vært iskald og ikke latt seg presse. Til tross for at økonomer har tro på regelstyrt pengepolitikk som det mest optimale, har de latt seg imponere av og stolt på Greenspans dømmekraft. Dette kan forklare hvorfor den amerikanske sentralbanken har lyktes med sin mer diskresjonære politikk.

Federal Reserve skal snart bytte sentralbanksjef. Ben Bernanke er mannen som skal overta etter Alan Greenspan, når hans siste periode som sentralbanksjef går ut i slutten av januar. Det er allment kjent at Bernanke er tilhenger av et eksplisitt inflasjonsmål for økonomien. Siden Greenspan har hatt lav og stabil inflasjon som et overordnet mål for amerikansk pengepolitikk, vil innføring av et eksplisitt inflasjonsmål i praksis ha liten betydning. Da utnevnelsen av Bernanke ble kjent, reagerte finansmarkedene lite på dette¹⁵. Den lille usikkerheten som rådet i markedet ble raskt borte. Med Bernanke ved roret er det ventet liten kursendring i forhold til sin forgjenger. Som en vil se fra kapittel 3 som omhandler en forenklet teoretisk fremstilling av fleksibelt inflasjonsmål, kan den tilnærmede diskresjonære linjen som den amerikanske sentralbanken har fulgt også forstås ut fra en *tapsfunksjon*.

¹⁵ www.nettavisen.no

3. Fleksibelt inflasjonsmål – en forenklet teoretisk fremstilling

I dette kapitlet ønsker jeg å etablere et rammeverk for hvordan fleksibelt inflasjonsmålsstyring fungerer ut fra et teoretisk økonomisk ståsted. Dette kan således hjelpe oss til å forstå dynamikken i et slikt pengepolitisk regime og gi en bredere forklaring på hvorfor fleksibelt inflasjonsmål er optimalt for en liten åpen økonomi som Norge. En viktig forutsetning bak modellen er at pengepolitikken bare har realøkonomiske virkninger på kort sikt. Virkningene av pengepolitikken begrenser seg bare til nominelle størrelser på lengre sikt.

Selve modelloppsettet er hentet fra Røisland og Sveen (2005), men en lignende modell er også blitt presentert tidligere i en artikkel av Clarida et. al (1999)¹⁶. Felles for begge modellene er at fleksibelt inflasjonsmålsstyring forstås ut fra hyppige referanser til en tapsfunksjon. Jeg vil senere i kapitlet trekke frem enkelte trekk ved modellen til Clarida et. al for å plassere fleksibelt inflasjonsmålsstyring i forhold til andre regimer.

3.1 Modelloppsett

Variablene i modellen er gitt på ln-form. I artikkelen har Røisland og Sveen også sett på en lukket økonomi. Jeg ønsker her bare å se på modellen for en liten, åpen økonomi. Som det blir nevnt i artikkelen, påvirkes aktivitetsnivået i økonomien av internasjonale konjunkturer. I en lukket økonomi kan dette betraktes som etterspørselssjokk. Den eneste forskjellen ligger i valutakursens virkning på inflasjonen.

3.1.1 Tilbud, etterspørsel og valutamarkedet:

I denne modellen løses ”problemet” med en åpen økonomi ved å utvide IS-ligningen (aggregert etterspørsel) slik at også valutakursen påvirker aktivitetsnivået i økonomien:

$$(1) \ y = y^e - \alpha_1(i - \pi^e - r) + \alpha_2(e - e^*) + v, \text{ hvor } e = s + p^f - p$$

Her er y : output, i : nominell rente satt av sentralbanken, e : realvalutakurs, r : realrente, π : inflasjon, p : prisnivå, s : nominell valutakurs.

Stigende e (eller s) viser til depresiering av valutakursen. Variabler med toppskrift e henspiller forventninger, toppskrift $*$ viser til likevektsverdier og toppskrift f til utlandet. Eventuelle etterspørselssjokk fanges opp av variabelen v .

¹⁶ ”The Science of Monetary Policy” (se litteraturliste for nøyaktig kildehenvisning)

For tilbudssiden etableres en Phillips-kurve relasjon for en åpen økonomi:

(2) $\pi = \pi^e + \gamma(y - y^*) + \beta(e - e^*) + u$, hvor u beskriver et eventuelt inflasjonssjokk.

Den siste ligningen i modellen er relatert til valutamarkedet. Modellen tar utgangspunkt i udekket renteparitet, som sier at forventet avkastning skal være lik mellom ulike valutaer:

(3) $s = s^e - (i - i^f) + z$, hvor z angir risikopremien. En positiv risikopremie betyr at avkastningskravet til innenlandske verdipapirer er større enn til utenlandske. En sentral

mellomregning for videre analyse er $\frac{\partial e}{\partial i} = \frac{\partial e}{\partial s} * \frac{\partial s}{\partial i} = -1$

Det er viktig å merke seg fra ligningene at svekket kronekurs gir økt inflasjon. Dette siden realvalutakursen er større enn likevekt. Da vil kronen deprimere og den importerte inflasjonen vil øke. Ved positivt produksjonsgap vil en også få positivt inflasjonspress ($\pi \geq \pi^e$).

3.1.2 Sentralbankens tapsfunksjon:

For å forklare hvordan sentralbanken setter renten i et inflasjonsmålsregime, tar en ofte utgangspunkt i en tapsfunksjon. Det er da sentralbankens oppgave å minimere denne tapsfunksjonen.

$$(4) L_t = \frac{1}{2} [(\pi - \pi^*)^2 + \lambda(y - y^*)^2]$$

Vi ser fra tapsfunksjonen at både inflasjonsgap og produksjonsgap kvadreres. Forklaringen til dette er at eventuelle avvik fra inflasjonsmål og trendmessig produksjon skal ilegges like stor vekt. I tillegg vil store avvik få vesentlig større konsekvenser for rentesettingen enn mindre avvik. Parameteren λ er et mål for hvor mye vekt sentralbanken legger på stabilisering av produksjon relativt til prisstabilisering i sin rentesetting. Ved $\lambda=0$ styrer sentralbanken kun utelukkende etter å stabilisere prisene. Som jeg påpekte i forrige kapittel innebar et strengt inflasjonsmålsregime at volatiliteten i rentenivå og valutakurs vil bli veldig høy.

Sentralbanken vil dermed ikke fungere en som makroøkonomisk stabilisator. I praksis innretter ingen sentralbank sin pengepolitikk på denne måten.

Fleksibelt inflasjonsmål kjennetegnes ved moderate positive verdier av λ . I dag har omlag tjue land innført et eksplisitt inflasjonsmål. Blant de landene som skiller seg ut er USA. Federal

Reserve har ikke satt et måltall for inflasjonen. I stedet innrettes pengepolitikken etter et langsiktig mål hvor både den realøkonomiske utviklingen og prisstabilisering blir tatt hensyn til. Den europeiske sentralbanken, ECB, styrer etter et asymmetrisk inflasjonsmål (i nærheten av, men under 2 prosent inflasjon) og ser også på pengemengdevekst. I en bisetning i ECBs vedtekter finner vi: "...but also need respond gradually to economic shocks, taking output fluctuations into account"¹⁷. Både Federal Reserve og ECBs måte å innrette pengepolitikken kan som en tilnærming forstås ut fra tapsfunksjonen i (3). Forskjellen ligger i de to sentralbankenes λ -verdier. Federal Reserve opererer gjerne med en moderat høy verdi for λ relativt til ECB.

Noen økonomer synes gjerne det er på sin plass at sentralbanken offentliggjør sine anslag for λ . Dette som et ledd i å bli enda mer troverdige og predikerbare overfor finansmarkedene. De fleste sentralbankene opererer med en horisont for måloppnåelse. Norges Bank har 1-3 år som horisont for når inflasjonen skal bringes tilbake til inflasjonsmålet på 2,5 prosent. Denne horisonten ble endret så sent som i 2004. Tidligere var den 2 år. Horisonten for å nå målet kan implisitt si noe om verdien på λ . Dette er kanskje grunnen til at sentralbanker ikke offentliggjør verdien på denne parameteren.

3.2 Optimal rentesetting i lys av modellen

Modellen presentert overfor løses ved hjelp av Lagranges metode. Vi minimerer tapsfunksjonen i (3) under bibetingelsene i (1) og (2):

$$(5) \quad \frac{\delta L_t}{\delta i} = (\pi - \pi^*) \frac{\delta \pi}{\delta i} + \lambda(y_t - y^*) \frac{\delta y_t}{\delta i} = 0$$

Mellomregninger gir:

$$\frac{\delta \pi}{\delta i} = \gamma \frac{\delta y}{\delta i} + \beta \frac{\delta e}{\delta i} = -[\gamma(\alpha_1 + \alpha_2) + \beta] \text{ og } \frac{\delta y}{\delta i} = -\alpha_1 + \alpha_2 \frac{\delta e}{\delta i} = -(\alpha_1 + \alpha_2)$$

Disse mellomregningene angir effekten pengepolitikken (gjennom renten) har på realøkonomien og inflasjonen – *den monetære transmisjonsmekanismen*.

For en lukket økonomi har vi $\alpha_2 = 0, \beta = 0$. Dette forteller oss at effektene av en renteendring i en åpen økonomi er mye større enn i større og mer lukkede økonomier. La oss anta USA som en stor og delvis lukket økonomi. Pengepolitikken for en liten åpen økonomi vil derfor

¹⁷ www.ecb.int

være mye mer krevende å utforme enn i USA. Dette kan også bidra til å forklare hvorfor den tilnærmede diskresjonære modellen som Federal Reserve har styrt etter, har fungert så bra.

Setter vi disse inn i vår førsteordensbetingelse i (5) får vi:

$$(\pi - \pi^*) * -[\gamma(\alpha_1 + \alpha_2) + \beta] + \lambda(y_t - y^*) * -(\alpha_1 + \alpha_2) = 0$$

$$(\pi - \pi^*) = -(y_t - y^*) * \frac{\lambda(\alpha_1 + \alpha_2)}{\gamma(\alpha_1 + \alpha_2) + \beta}$$

Modellens løsning forteller oss at over tid bør det være et inverst forhold mellom produksjonsgap og inflasjonsgap. En lignende formulering finner vi også i Norges Banks inflasjonsrapporter. Dette er et av kriteriumene Norges Bank legger til grunn for en god fremtid utvikling i rentenivået.

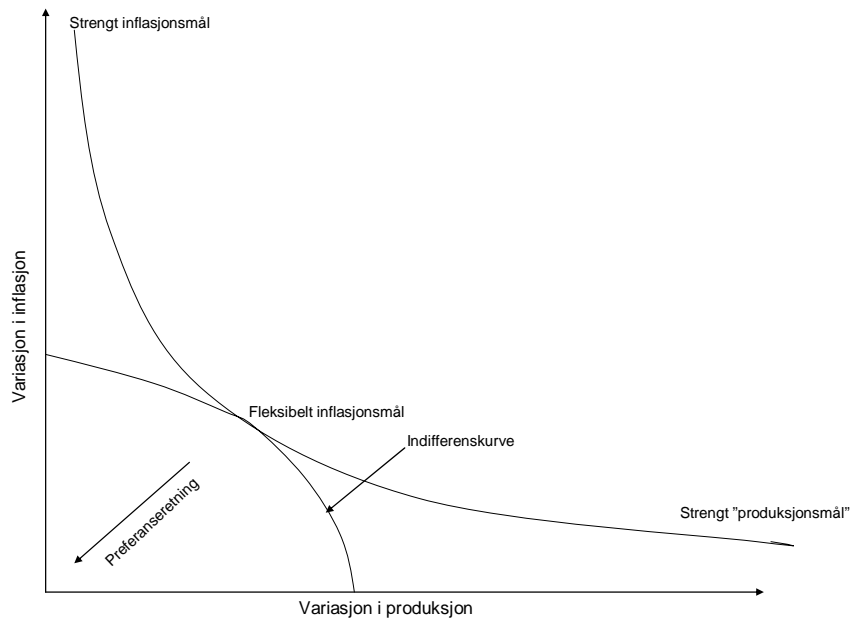
Modellen jeg har gjennomgått egner seg godt til analyse av forskjellige typer sjokk og forstyrrelser i økonomien, for eksempel etterspørselsjokk, inflasjonssjokk og risikopremiesjokk (Endringer i variablene v , u og z).

3.3 En alternativ modell

Som jeg nevnte innledningsvis i kapitlet, har denne modellen mye til felles med en modell som ble presentert av Clarida et. al. i en tidligere artikkel. Også denne modellen opererer med en tapsfunksjon som minimeres for å finne optimal rentesetting. Hovedresultatet er at dersom inflasjonen er over målet skal sentralbanken forsøke å redusere output gjennom kontraktiv politikk. Hvor stor en eventuell rentereduksjon vil være, er avhengig av hvor sterkt inflasjonen responderer på konjunkturedgang og hvor stor vekt produksjonsgapet tillegges i sentralbankens tapsfunksjon. Dette resultatet samsvarer med modellen som jeg har valgt å presentere over.

Videre i artikkelen beregnes det den optimal trade-off mellom variasjonen i produksjon i produksjon og inflasjon. Dette lar seg best illustrere i et diagram.

Figur 3:



I artikkelen beregnes det eksplisitte standardavvik for både inflasjon og produksjon. En lignende fremstilling finner vi i Bergo (2002)¹⁸. Diagrammet illustrerer godt hvordan et fleksibelt inflasjonsmåls regime ivaretar både den realøkonomiske utviklingen og inflasjonsutviklingen i et kortsiktig perspektiv. Som jeg tidligere har slått fast har pengepolitikken ingen effekt på realøkonomiske forhold på lang sikt. Produksjonen bestemmes av tilgangen på arbeidskraft, kapital, teknologisk- og produktivitetsmessig utvikling – i henhold til Solow modellen for økonomisk vekst. Vi ser videre fra diagrammet at pengepolitikken har mulighet til å bringe inflasjonen raskt tilbake til målet, men med høy variasjon i produksjonsnivået på kort sikt som en konsekvens av dette. Det vil derfor være en avveining fra sentralbankens side i hvilken grad en ønsker å komme tilbake til uttalt inflasjonsmål, eller om en også ønsker å stabilisere produksjonsnivået. Et regime med fleksibelt inflasjonsmål tillater i så måte at prisutviklingen avviker fra målet over en periode, samtidig som den realøkonomiske utviklingen blir ivaretatt.

¹⁸ Jarle Bergo, Penger og Kreditt 3/02

4. Pengepolitisk debatt i lys av fleksibel inflasjonsmålsstyring – Norge 2001 – 2005

Kapitlene 2 og 3 har gitt en innføring i hvordan pengepolitikken fungerer under visse forutsetninger og hvordan den bør utøves under forskjellige regimer. Sett fra et teoretisk økonomisk ståsted virker overgangen til et fleksibelt inflasjonsmålsregime fra Norges Banks side meget fornuftig. En liten åpen økonomi som den norske er helt avhengig av handel med andre land. Følgelig vil vi bli påvirket av våre handelspartneres konjunkturer også. New Zealand var det første landet som innførte et inflasjonsmål for pengepolitikken, helt tilbake i 1990. Landets økonomi har mye felles med den norske økonomien. Etter noen problemer i startfasen, med for lite fleksibilitet og liten grad av skjønnsutøvelse, har New Zealands sentralbank hatt stor suksess med å styre etter et eksplisitt inflasjonsmål. Siden har flere land innrettet pengepolitikken på denne måten, i tråd med økonomisk teori.

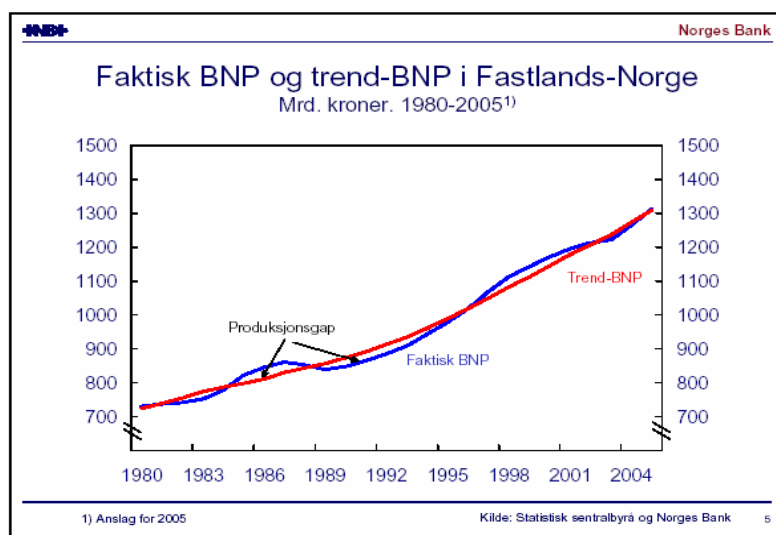
Grovt sett kan vi si at den pengepolitiske debatten i senere tid har foregått på tre nivåer¹⁹. Det første nivået er knyttet til valg av pengepolitisk regime. Det eksisterer nå en allmenn erkjennelse av at pengepolitikken på lang sikt ikke har realøkonomiske virkninger, og at dens formål bør være å gi økonomien et nominelt anker. Økonomisk teori peker på at et inflasjonsmål for økonomien er mest hensiktsmessig. Debatten rundt norsk pengepolitikk i dag begrenser seg helst til de to andre nivåene; debatt omkring detaljer i rammeverket for et fleksibelt inflasjonsmålsregime, og hvordan sentralbanken foretar sine skjønnsmessige vurderinger. I Norge i dag har vi klare regler for hvordan den økonomiske politikken skal utøves. Disse er presisert gjennom handlingsregelen som gjelder for finanspolitikken, og inflasjonsmålet på 2,5 prosent for pengepolitikken. Disse målene er forøvrig nært koordinert. En for stivbent praktisering av disse reglene kan gjøre at politikken blir for lite sensitiv dersom det forekommer endringer i de økonomiske rammebetingelsene.

¹⁹ Forelesning 19.01.05, Fie403 Konjunkturanalyse

4.1 Konjunkturforløpet 2001 – 2005 – et kort sammendrag

AS Norge kom susende inn i det nye århundre. Fra midten av 90-tallet og frem mot slutten av det gamle århundret opplevde norsk økonomi en sammenhengende oppgangskonjunktur. De første årene etter tusenårsskiftet gikk internasjonal økonomi inn i nedgangskonjunktur. Fall i aksjekursene, spesielt i IT sektoren, og terrorangrepene 11. september 2001 var hovedforklaringer bak denne nedgangskonjunkturen. Norsk økonomi ble påvirket av dette. På slutten av 90-tallet var det også uro i finansmarkedene, spesielt i Asia. Dette sammen med gjeldskrisen Russland gjorde at en fikk depresieringspress mot den norske kronen. Depresieringspresset og den internasjonale lavkonjunkturen gjorde at aktivitetsnivået i norsk økonomi falt. Likevel holdt produksjonsgapet seg positivt helt frem til 2003. Figuren under viser utviklingen i BNP de siste 25 årene²⁰.

Figur 4:



Den internasjonale lavkonjunkturen som kom i kjølvannet av nedgangen i aksjemarkedene og terroraksjonene i 2001 så ut til å bli kortvarig. Anslagene på utviklingen i produksjonen var optimistiske. Utover 2002 og 2003 så man at anslagene hadde vært for optimistiske og at veksten ville bli vesentlig lavere enn det som ble spådd på forhånd. Norge var i 2002 i inne i en liten periode med høykonjunktur. På grunn av lavere aktivitet internasjonalt falt rentene hos våre handelspartnere. Norges Bank valgte imidlertid å holde rentene uendret på et høyt nivå. Renteforskjellene steg dermed og vi fikk en appresiering av kronekursen. Den konkurranseutsatte sektoren led under dette, noe som førte til dårlig inntjening og at en rekke bedrifter flyttet sin virksomhet utenlands. Fra slutten av 2002 gikk norsk økonomi inn i en

²⁰ www.norges-bank.no

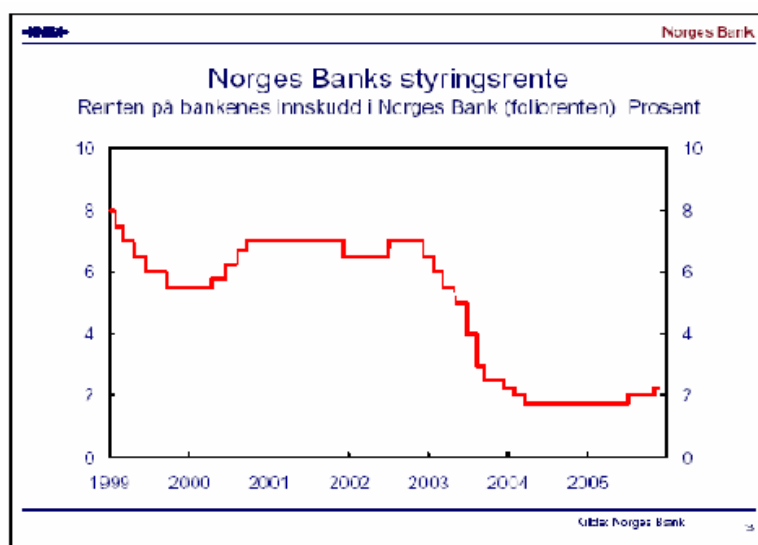
lavkonjunktur som til slutt skulle vise seg å være relativt kortvarig. Ved utgangen av 2003 var økonomien begynt å ta seg opp igjen. I 2005 var igjen produksjonsgapet positivt, og den gjennomsnittlige veksten internasjonalt har vært rekordstor det siste året.

Konjunkturutviklingen i norsk økonomi hadde snudd i positiv retning. Hvilken rolle spilte Norges Bank i denne utviklingen?

4.2 Renteutviklingen 2001 – 2005

Renteutviklingen årene etter innføringen av inflasjonsmål for pengepolitikken i Norge, kan være med på å belyse konjunkturforløpet.

Figur 5:



Som det fremgår av diagrammet over, var pengepolitikken rimelig stabil i 2001, med bare et rentekutt på 50 basispoeng i desember. Neste forandring i foliorenten ble gjort i juli 2002. Som følge av et relativt dyrt lønnsoppgjør satt Norges Bank opp renten igjen til 7 prosent. Lønnsøkningen var forventet å bli 5 prosent, men endte på 5,6 prosent. Rentehevingen kom i en periode hvor det internasjonale rentenivået stupte. ”I et regime med et inflasjonsmål kan lønnsfastsettere som har tiltro til sentralbankens evne til å realisere inflasjonsmålet, kunne se bort fra virkningen på inflasjonen. Til gjengjeld vil de måtte regne med at høy lønnsvekst leder til at sentralbanken hever renten for å forhindre økt inflasjon”²¹. Isolert sett var nok denne rentehevingen riktig. Men et fleksibelt inflasjonsregime åpner også for skjønsmessige vurderinger fra sentralbankens side. Rentehevingen bidro til en økt rentedifferanse overfor utlandet. Kronekursen appresierte og forverret konkurranseevnen til norsk eksportindustri. I

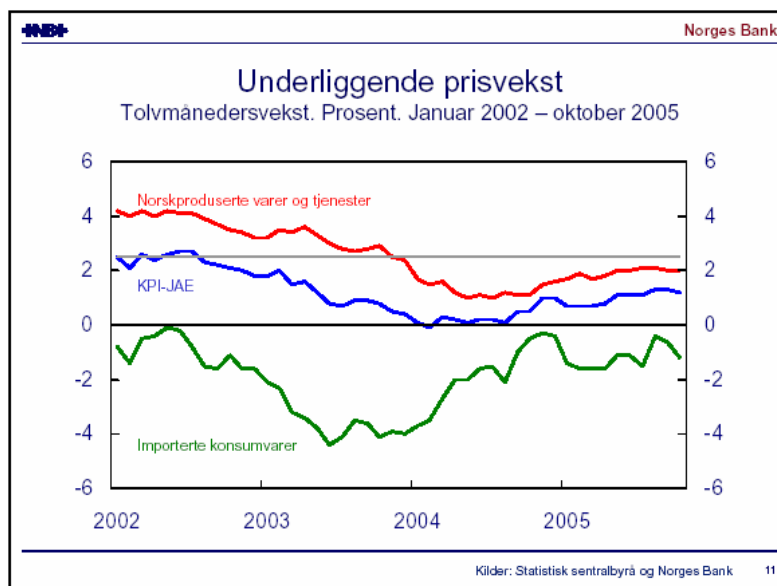
²¹ Holden (1998)

ettertid kan det synes som om Norges Bank, gjennom denne renteøkningen, ønsket å gi en advarende pekefinger til partene i lønnsforhandlingene gjennom å vise sammenhengen mellom lønnsvekst og rentesetting²².

Det lave aktivitetsnivået i norsk økonomi ble møtt med en rekke rentekutt fra desember 2002 og frem til mars 2004. Renten falt fra 7 prosent og helt ned til 1,75 prosent denne perioden. Mot slutten av 2003 så en klare tegn til forbedring i norsk økonomi. Privat konsum var økende, boligprisene flatet ut og var på vei oppover igjen og arbeidsledigheten var minkende. Til tross for at norsk økonomi tilsynelatende var ute av bølgedalen, fremholdt Norges Bank sine rentekutt. Mars 2004 lå foliorenten på rekordlave 1,75 prosent. Styringsrenten lå lenge på dette nivået og først mot slutten av 2005 økte sentralbanken renten igjen. Per i dag ligger foliorenten på 2,25 prosent. Siste renteheving kom i desember 2005. Det er ventet at hovedstyret vil sette opp renten til 2,5 prosent på rentemøtet i mars 2006.

Hovedgrunnen til den kraftige rentereduksjonen fra desember 2002 til mars 2004 skyldtes inflasjonsutviklingen. Mens etterspørselsjokk er relativt enkle å håndtere med hensyn til virkemiddelbruk, vil det ved tilbudssjokk være mulig å ha både høy økonomisk aktivitet samtidig som inflasjonen er lav. Diagrammet på neste side viser inflasjonsutviklingen de siste årene.

Figur 6:



²² Norges Bank Watch (2005)

Den blå linjen viser utviklingen av konsumprisindeksen (KPI-JAE). Det er ved denne indeksen inflasjonen måles gjennom. Diagrammet inneholder prisutviklingen på norskproduserte varer og tjenester og importerte konsumvarer. Ved begynnelsen av 2002 lå inflasjonen i norsk økonomi nokså nær målet på 2,5 prosent og holdt seg der halvparten av året. Siste halvdel av 2002 sank aktivitetsnivået betraktelig, noe som påvirket prisutviklingen i negativ retning. Særlig prisene på importerte konsumvarer sank betraktelig. Billigimport fra lavkostland i Asia, spesielt Kina, var årsaken til denne utviklingen. Utrykket ”Kinaeffekten” fikk stadig større oppmerksomhet blant økonomer. I ettertid kan det synes som om Norges Bank undervurderte effekten billigimporten hadde på prisutviklingen. Vi kan også se at prisene på norskproduserte varer og tjenester sank betraktelig i samme periode. Prisutviklingen for denne type varer lå vesentlig høyere enn inflasjonsmålet i begynnelsen av 2002, men sank helt ned mot en prosent og nådde sitt bunnivå i begynnelsen av 2004. Bunnnoteringen til konsumprisindeksen kom også denne perioden, hvor samlet prisvekst i norsk økonomi var tilnærmet null. Årsaken til den kraftige prisreduksjonen i norske varer og tjenester skyldtes i hovedsak økt innenlandsk konkurranse. Spesielt i luftfartsnæringen og dagligvarehandelen var konkurransen om kundene kraftig intensivert. Norwegian sin dragkamp om kundene med SAS-Braatens og Lidl's inntog på det norske dagligvaremarkedet bidro til å redusere prisene på norske varer og tjenester. Etter bunnen i begynnelsen av 2004 har inflasjonen sakte, men sikkert, begynt å ta seg opp igjen. Det forventes at inflasjonsmålet vil nås i løpet av 2008.

4.3 Pengepolitikken i lys av modell for fleksibelt inflasjonsmålsregime

I kapittel 3 presenterte jeg en modell hentet fra en artikkel av Røisland og Sveen. Denne kan benyttes for å si noe om hvordan Norges Banks utøvelse av pengepolitikken har vært i perioden 2001-2005. Forfatterne av artikkelen peker på at norsk økonomi har vært utsatt for flere typer sjokk i løpet av denne perioden, med et negativt inflasjonssjokk og negativt etterspørselsjokk som de mest markante. Vi har også sett negative sjokk til det internasjonale rentenivået i 2002, hvor kortsiktige internasjonale renter falt og norske renter holdt seg uendret. I tillegg har det forekommet et negativt risikopremiesjokk, som betyr at utenlandske investorer har satt et lavere avkastningskrav til norske verdipapirer.

4.3.1 Kort analyse av ulike sjokk

Gjennom variablene u , v og z i modellen har en mulighet til å analysere virkningene av sjokkene norsk økonomi har vært utsatt for i senere tid. Det negative etterspørselsjokket, som kom som en følge av en internasjonal konjunkturedgang, kan fanges opp av variabelen v ($v < 0$). Denne variabelen inngår i ligningen for aggregert etterspørsel i (1), og vi ser at et slikt sjokk vil ha en negativ påvirkning på samlet produksjon i økonomien. IS-kurven vil dermed skifte innover og føre med seg lavere inflasjon enn sentralbankens inflasjonsmål. Et slikt sjokk alene vil være relativt enkelt for sentralbanken å håndtere. En nedgang i samlet etterspørsel kan nøytraliseres ved hjelp av en rentereduksjon. En vil da kunne få produksjonen tilbake til trend. Inflasjonen vil imidlertid ligge litt i overkant av inflasjonsmålet.

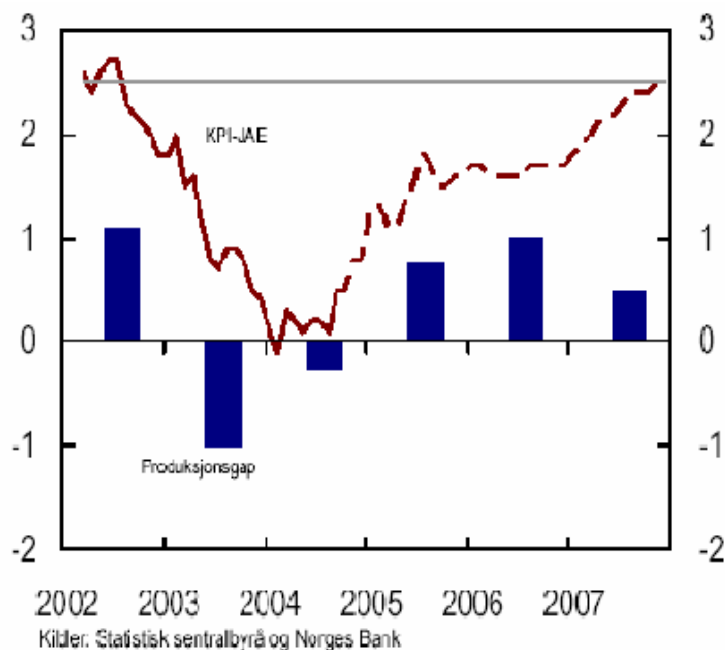
Et negativt inflasjonssjokk fanges opp av variabelen u ($u < 0$). Denne inngår i Phillipskurverelasjoen i (2). Den økte importen av billige varer fra lavkostland og intensivert konkurranse på den hjemlige arena bidro til vesentlig lavere inflasjon i denne perioden. Et slikt sjokk vil gi lavere inflasjon enn hva sentralbanken har satt som mål for prisutviklingen. I motsetning til et etterspørselsjokk, vil et slikt sjokk innebære en konflikt mellom prisstabilisering og stabilisering av realøkonomien på kort sikt. Verdien på parameteren λ i sentralbankens tapsfunksjon vil avgjøre hvor raskt inflasjonen skal bringes tilbake til målet.

Kroneappresieringen som kom i kjølvannet av den økende rentedifferansen mot utlandet, var for stor til at økningen i rentedifferansen alene kunne forklare hvorfor kronen styrket seg så

kraftig. Nedgang i risikopremien overfor utlandet er også en viktig forklaring til kroneappresieringen. Gjennom variabelen z i (3) (z mindre enn 0) kan vi se på virkningene av et slikt sjokk. En slik nedgang gjør at valutakursen styrker seg for en gitt rentedifferanse overfor utlandet. En appresiering av valutakursen vil gi lavere inflasjon og lavere produksjon i økonomien. Dette som følge av lavere inntjening i konkurranseutsatt sektor. Sentralbanken bør svare på et slikt sjokk gjennom en reduksjon i renten. Denne reduksjonen bør være slik at en får positivt produksjonsgap, samtidig som inflasjonen bringes nærmere målet. Virkningen av et sjokk til det internasjonale rentenivået har samme virkning som et negativt risikopremiesjokk.

Vi ser at de sjokkene jeg har tatt for meg her isolert sett har en negativ virkning på inflasjonen. Den negative utviklingen i inflasjonen i senere tid kan derfor forklares ut fra disse sjokkene. Dersom sentralbanken hadde hatt mulighet til å svare på hvert sjokk uavhengig av hverandre, ville en hatt få problemer med å innrette pengepolitikken. Problemene oppstår først når disse forstyrrelsene påvirker økonomien samtidig. Hvor stor del av pengepolitikken skal innrettes etter å gi stabile realøkonomiske forhold på kort sikt er et viktig spørsmål en må forholde seg til. Utviklingen i produksjonsgapet og inflasjonen kan gi oss nyttig informasjon om hvilke avveininger Norges Bank har gjort i pengepolitikken. Den kan også fortelle oss hvor vellykket politikken har vært.

Figur 7:



Diagrammet viser utviklingen i konsumprisindeksen og produksjonsgapet i tiden 2002 – 2004 og inneholder anslag for utviklingen i årene fremover. Ved å studere denne utviklingen i lys av den teoretiske modellen for hvordan pengepolitikken *bør* utøves under et fleksibelt inflasjonsmål, kan vi si noe om Norges Banks faktiske utøvelse. Modellens hovedresultat er som følger:

$$(\pi - \pi^*) * -[\gamma(\alpha_1 + \alpha_2) + \beta] + \lambda(y_t - y^*) * -(\alpha_1 + \alpha_2) = 0$$

$$(\pi - \pi^*) = -(y_t - y^*) * \frac{\lambda(\alpha_1 + \alpha_2)}{\gamma(\alpha_1 + \alpha_2) + \beta}$$

Løsningen viser at inflasjonsgapet og produksjonsgapet ikke bør trekke i samme retning. Et negativt inflasjonsgap bør utlignes med et positivt produksjonsgap og omvendt. Diagrammet på forrige side viser imidlertid at både i 2003 og 2004 var inflasjonsgapet og produksjonsgapet negative samtidig. Dette resultatet peker på at sentralbanken kanskje kunne vært enda mer ekspansiv i sin pengepolitikk.

Røisland og Sveen peker også på en svakhet med modellen. Den ligger i pengepolitikken virkning på realøkonomien og inflasjonen. Som jeg tidligere har påpekt, eksisterer det betydelig usikkerhet rundt hvilke virkninger pengepolitikken genererer og når disse virkningene antas å komme. Pengepolitikken virker med et betydelig tidsetterslep. Virkningene av Norges Banks rentereduksjoner fra slutten av 2003 og fremover, antas først å få full virkning i fra høsten 2005. Modellen antar at pengepolitikken har full effekt med en gang, noe som ikke er tilfellet.

4.3.2 Utvidelse av horisont for måloppnåelse og markedskommunikasjon

Usikkerheten rundt pengepolitikken virkninger førte til at Norges Bank utvidet sin horisont for måloppnåelse den 1. juli 2004. Før dette opererte sentralbanken med en horisont på 2 år. Denne ble nå utvidet til 1-3 år. I lys av utviklingen av produksjon- og inflasjonsgap i tiden før horisonten ble utvidet, kan det synes som dette var en klok beslutning fra Norges Banks side. Visesentralbanksjef Jarle Berge antydte i en tale på Gausdal tidlig i 2004 at sentralbanken ønsket å utvide horisonten for måloppnåelse. Han sa at etterspørselsjokk i økonomien er relativt enkle å håndtere og økonomien stabiliserer seg vesentlig raskere enn dersom sjokket skulle komme fra tilbudssiden. I så tilfelle ville en lengre horisont for måloppnåelse være mer optimalt. Berges uttalelser reflekterer sentralbankens nye valg av horisont.

Også andre faktorer kan være med på å forklare hvorfor horisonten ble utvidet. En utvidelse gir sentralbanken større grad av fleksibilitet, og det blir lettere å respondere på flere sjokk samtidig. Dessuten pekte empiriske analyser på at forandringer i valutakursen hadde en mindre og vesentlig senere effekt på inflasjonen enn det som først var antatt²³. Perioden som norsk økonomi har vært inne, har bydd på særskilte utfordringer knyttet til pengepolitikken. Særlig var årene 2003 og 2004 spennende. Ved begynnelsen av 2004 var aktivitetsnivået i norsk økonomi i ferd med å ta seg opp igjen. Samtidig var det ingen tegn som tydet på at inflasjonen ville snu i positiv retning. Analyser viste at inflasjonen ikke ville nå målet på 2,5 prosent innen horisonten på to år uten ytterligere rentekutt. Siden konjunktursituasjonen var snudd i positiv retning både nasjonalt og internasjonalt, var ytterligere rentekutt ikke ønskelig på bakgrunn av dette. Gjennom utvidelsen av horisonten for måloppnåelse ”kjøpte” Norges Bank seg mer fleksibilitet. I tillegg kan dette også tolkes som et signal på at sentralbanken ønsker å legge mer vekt på den realøkonomiske utviklingen relativt til inflasjonsutviklingen i tiden som kommer.

Kommunikasjonen med markedet er viktig for å skape tillit og forutsigbarhet rundt pengepolitikken, spesielt i et regime hvor sentralbanken styrer etter et eksplisitt inflasjonsmål. Det er fullt mulig for Norges Bank å komme med uventede renteendringer, men forventningene om at prisstigningen skal ligge i nærheten av inflasjonsmålet kan bli påvirket. I så fall vil dette føre til ustabilitet i utviklingen i produksjon og sysselsetting. Norges Bank har en åpen profil og anser det som meget viktig å kommunisere med markedet. Gjennom årsberetning, inflasjonsrapporter, taler og diverse andre publikasjoner prøver sentralbanken å redegjøre for sine pengepolitiske valg på en best mulig måte. Særlig inflasjonsrapportene gir en god oppsummering og veiledning for markedsaktørene og publikum vedrørende den videre pengepolitiske utviklingen. Disse inneholder mye informasjon om både nasjonal og internasjonal økonomisk utvikling, og hvordan utsiktene vil være fremover. I tillegg forhåndsannonseres datoene for hovedstyrets rentemøter, og i etterkant av hvert møte holdes pressekonferanse hvor beslutningene på dagens rentemøte blir gjennomgått. Dersom sentralbankens analyser og vurderinger er i tråd med markedets forventninger, vil en eventuell rentereduksjon eller renteoppgang allerede være ”priset inn” i forkant av rentemøtet. Dermed vil en ikke få de store bevegelsene i prisene i verdipapirmarkedet.

²³ Inflasjonsrapport 2/04

Norges Bank har gjennom sine seneste inflasjonsrapporter gjort det klart at renten skal settes opp gradvis ”i små og ikke hyppige skritt”²⁴ mot et mer normalt nivå. En realrente rundt 3-4 prosent regnes nå som et normalt nivå. Sentralbankens åpenhet og kommunikasjon med markedet har ført til at de fleste markedsaktørene forventer en økning i renten i alle fall i etterkant av rentemøtet i mars 2006, og kanskje også så tidlig som i slutten av januar. En vil nok derfor ikke se de helt store utslagene i finansmarkedet dersom det skulle komme en økning i renten. Dette gjenspeiles også i nivået på de litt lengre pengemarkedsrentene (3mnd, 6mnd, 9mnd NIBOR).

Til tross for at Norges Bank bruker store ressurser på å være troverdige og predikerbare, har sentralbanken innflytelse på finansmarkedet. En eventuell renteendring skal være forankret i tidligere uttalelser og analyser fra bankens side. I Norges Bank Watch for 2005 har en sett på forandringer i forskjellige finansielle variable (korte pengemarkedsrenter, 10-års renter, KKI-indeksen med mer.) i etterkant av et rentemøte. Resultatene viser at disse variablene forandrer seg mer etter hvert rentemøte enn hva de gjør ellers. Dette kan gi indikasjoner på at kommunikasjonen med markedet ikke har vært god nok. Et fleksibelt inflasjonsmålsregime forutsetter åpenhet, troverdighet og predikerbarhet. Til tross for dette har sentralbanken overrasket markedet flere ganger etter at slikt regime ble innført i Norge. For eksempel i forkant av de kraftige rentereduksjonene som begynte i slutten av 2002, forventet markedet mye mindre grad av ekspansiv pengepolitikk enn det som faktisk ble tilfellet. Likevel konkluderer Norges Bank Watch med at kommunikasjonen fra Norges Banks side har vært ”gjennomgående god”²⁵. Utslagene sentralbanken har på flere av indeksene og rentene i finansmarkedet er ikke signifikant store nok til at det representerer et problem.

²⁴ Inflasjonsrapport 03/05

²⁵ Norges Bank Watch 2005

4.4 Alternative regimer

Sjokkene som har påvirket norsk økonomi den siste tiden har kommet fra både tilbuds- og etterspørselssiden. Det fleksible inflasjonsmålsregimet har håndtert disse sjokkene på en god måte, men kunne Norges Bank fungert bedre som makroøkonomisk stabilisator med et annet regime?

4.4.1 Fastkursregime

Konjunkturutviklingen i Norge de siste årene har vært preget av en del valutakursuro. Kanskje kunne et fastkursregime bedre ivareta kursutviklingen. I 2002 var Norge inne i en liten høykonjunktur. Samtidig så en tendens til mye lavere vekst internasjonalt. Til tross for at rentenivået i utlandet gikk nedover, holdt Norges Bank renten høy i forhold til våre handelspartnere. Sentralbanken økte også renten i etterkant av det dyre lønnsoppgjøret i 2002. Oljeprisen viste også en oppadgående trend på denne tiden, siden en mulig konflikt med Irak og krigen mot terror bidro til ustabilitet oljemarkedet. Den økte rentedifferansen mot utlandet og høyere oljepris gjorde at kronekursen styrket seg. Dette fikk store konsekvenser for norsk konkurranseutsatt sektor. Kroneappresieringen og det dyre lønnsoppgjøret gjorde at mange konkurranseutsatte bedrifter flyttet hele eller deler av virksomheten utenlands. Rentenedgangen i 2003 og 2004 bidro til at kronekursen depresierte. I senere tid har kronekursen styrket seg igjen, blant annet som følge av økt oljepris, økte investeringer i oljesektoren og økt forventet rentedifferanse mot utlandet.

Et fastkursregime kunne kanskje bidra til å holde kronekursen mer stabil mot våre handelspartnere. Norges Bank ville hatt mulighet til å intervensere i markedet slik at en kunne unngå de problemene som konkurranseutsatt sektor ble utsatt for. Samtidig styrket kronekursen seg som følge av en rekke faktorer som sentralbanken ikke har kontroll over, deriblant oljeprisen. Jeg har tidligere også påpekt at renteendringer i et fastkursregime har liten eller ingen effekt. I utgangspunktet hadde Norge i 2002 motsatte konjunkturer av store deler av Europa. Dersom det pengepolitiske målet var å holde valutakursen fast mot euroen, ville pengepolitikken ha virket mot sin hensikt. Når landet den innenlandske valutaen er knyttet opp ikke har synkroniserte konjunkturbevegelser, vil pengepolitikken forsterke konjunkturfluktuationene. Sett i lys av fastkursregimets begrensede muligheter til å stabilisere

økonomien, ville et slikt regime ikke ha ivaretatt den økonomiske utviklingen på en bedre måte enn et fleksibelt inflasjonsmålsregime. Selv om valutakursen ikke inngår direkte i sentralbankens tapsfunksjon, så kan en gjennom en modifisering av modellen i kapittel 3 vise at sentralbanken skal respondere på valutakursendringer også. Ved kursoppgang skal renten settes ned og motsatt ved kursnedgang.

Eurotilknytning kan kanskje være en løsning i fremtiden. Vi har sett at på grunn av Norges oljeforekomster vil våre konjunkturer være motsykliske sammenlignet med konjunkturerne i Europa. Dette gjør det også vanskelig å knytte norske kroner opp mot euro. Ettersom tiden går vil mesteparten av oljeformuen bli overført til oljefondet, og norsk økonomi vil stadig bli mindre sensitiv overfor fluktuasjoner i oljeprisen. Dette vil gjøre det enklere i fremtiden å knytte seg til euro, i følge Isachsen og Moen (1999).

4.4.2 Diskresjonær modell

Spørsmålet blir også om Norges Bank kunne fulgt en mer diskresjonær linje og fått bedre resultater enn ved et fleksibelt inflasjonsmålsregime. Alan Greenspan og Federal Reserve har lyktes med å føre en tilnærmet diskresjonær pengepolitikk de siste årene. Et slikt regime ville sikret Norges Bank vesentlig større handlefrihet i forhold til å håndtere uventede sjokk i økonomien. Men mye tyder på at små åpne økonomier vil være bedre tjent med å styre etter et mellomliggende mål. Slike økonomier er i stor grad utsatt for eksterne sjokk. USA er en stor og delvis lukket økonomi. Muligheten for å bruke skjønn i de pengepolitiske vurderinger er større, siden økonomien ikke er særlig eksponert for sjokk fra sine handelspartnere. I tillegg har USA prisstabilitet som et overordnet mål for pengepolitikken. Ut i fra modellen i kapittel 3 kan vi se at også USAs pengepolitikk kan forstås ut fra en minimering av sentralbankens tapsfunksjon. Siden stabile realøkonomiske forhold og stabil prisutvikling er likeverdige mål i amerikansk pengepolitikk, er det grunn til å tro at λ verdien som Federal Reserve opererer med er noe høyere enn Norges Banks verdi.

I tillegg til at norsk økonomi er utsatt for en rekke eksterne sjokk, vil også problemet med tidsinkonsistens være til stede. Siden det i et diskresjonært regime ikke eksisterer konkrete regler for hvordan pengepolitikken bør innrettes, vil det være muligheter for myndighetene å søke en kortsiktig gevinst gjennom å stimulere økonomien utover den naturlige vekstraten. På sikt vil ikke dette føre frem. Resultatet av dette vil bli at produksjonen trekker seg tilbake til

sitt naturlige nivå, men med høyere inflasjon enn det en hadde tidligere. Dersom en diskresjonær pengepolitikk skal fungere, må sentralbanken gjøres helt uavhengig gjennom en institusjonell reform. Hvor troverdig det vil være at politikerne vil fraskrive seg makt for å oppnå uavhengighet for sentralbanken er et spørsmål jeg overlater til leseren å besvare.

4.5 Utsiktene fremover og pengepolitiske utfordringer

Utsiktene for norsk økonomi ser gode ut. Vi har høy vekst i BNP, produksjonsgapet er positivt og inflasjonen er i ferd med å ta seg opp. Det forventes også økt økonomisk vekst hos de fleste av våre handelspartnere i årene som kommer. I følge inflasjonsrapport 03/05 forventes inflasjonen å nå målet på 2,5 prosent ved utgangen av 2008. Etter en relativ lav vekst i sysselsettingen så langt i konjunkturoppgangen, ser en nå tendenser til økt etterspørsel etter arbeidskraft.

Selv om utsiktene ser god ut, ser en flere utfordringer for pengepolitikken i årene som kommer. Norges Bank har tatt høyde for en vedvarende høy oljepris ut sin prognoseperiode i inflasjonsrapport 02/05. Det antas at oljeprisen vil ligge rundt 60 dollar fatet de neste årene. Historisk sett har kraftige hopp i oljekursen ført til lavere vekst og høyere inflasjon internasjonalt, men vi har sett at til tross for høy oljepris har veksten vært høy og inflasjonen lav både nasjonalt og internasjonalt. En viktig grunn til dette er at prisoppgangen i stor grad er etterspørselsdrevet. De ”nye” økonomiene i Asia, Kina spesielt, har økt sin etterspørsel etter olje som følge av utbygginger i transportsektoren. En etterspørselsdrevet prisoppgang er mye sunnere for den økonomiske utviklingen enn dersom prisen skulle ha økt som følge av forhold fra tilbudssiden. Den høye oljeprisen fører også til økte bensinpriser i USA. Utviklingen i amerikansk konsum er veldig viktig for den øvrige utviklingen i internasjonalt konsum. Spareraten blant amerikanske husholdninger har vært relativt lav den senere tiden. Økte bensinpriser vil redusere den disponible realinntekten og kan få store konsekvenser for amerikansk konsum²⁶. En nedgang vil føre til lavere økonomisk vekst også ellers i verden.

Den høye oljeprisen kan føre til en vedvarende sterk kronekurs. For Norges Banks vedkommende er dette et viktig element med tanke på den videre pengepolitiske utformingen. Til tross for at undersøkelser viser at forandringer i valutakursen ikke har så store virkninger

²⁶ Inflasjonsrapport 02/05

på inflasjonen enn først antatt, vil en sterk kronekurs få store implikasjoner for konkurranseutsatt sektor. Eventuelle kraftige rentehopp vil komme til å forsterke valutakursen ytterligere. Norges Bank har uttalt at renten skal bringes tilbake til et mer normalt nivå i små og ikke-hyppige skritt. Vedvarende høy kronekurs kan virke forsinkende på denne prosessen.

Utviklingen i boligprisene har vært eksplosiv de siste ti årene. Mange har snakket om en prisboble i boligmarkedet. I så tilfelle kan dette by på utfordringer for Norges Bank. Sentralbanken har spådd avtakende vekst i tiden som kommer, men flere aktører i boligmarkedet har forventninger om fortsatt høye priser. Avtroppende sentralbanksjef i USA, Alan Greenspan, har tatt til orde for at sentralbanken ikke bør bekjempe bobledannelse, men heller begrense ettervirkningene av en eventuell boble. Selv om en ser tendenser til en boble, kan også prisutviklingen i boligmarkedet ses som et skift til en ny likevekt på et høyere nivå. Skadevirkningene av "boblebekjempelse" vil være mye større dersom det viste seg at det ikke var en boligboble likevel. En har også sett tendenser til bobledannelse i boligmarkedet i USA. I så tilfelle vil en slik utvikling få store konsekvenser for internasjonal økonomi i tiden fremover.

I kjølvannet av høye boligpriser følger også økt kredittvekst blant husholdningene. Særlig førstegangskjøpere må låne mye for å komme inn på boligmarkedet. Rentehopp vil føre til økte renteutgifter. Norges Bank peker på at husholdningenes finansielle fordringer så store at en økning i renten ikke vil ha så mye å si for utviklingen i privat konsum. Likevel er det grunn til å tro at for kraftige renteøkninger vil redusere samlet etterspørsel blant husholdningene, siden en større andel av den disponible inntekten går med til å betjene gjelden. Aktivitetsnivået i norsk økonomi vil dermed falle. De fleste makroøkonomiske indikatorer peker mot renteøkninger i tiden som kommer. Utfordringen for Norges Bank vil være å gjennomføre disse renteøkningene slik at den realøkonomiske utviklingen blir ivaretatt på en best mulig måte.

5. Konklusjon

Det meste av nyere pengepolitisk teori peker på at et fleksibelt inflasjonsmålsregime vil være mest optimalt for små åpne økonomier. Norge gikk over til å styre etter et fleksibelt inflasjonsmål i mars 2001. Det gamle fastkurssystemet ble dermed avskaffet. Vi har sett at et slikt regime gir klare begrensninger med hensyn til å drive stabiliseringspolitikk. Særlig for et land som Norge som ofte opplever motsykliske konjunkturer med sine handelspartnere, vil det i praksis være umulig for sentralbanken å holde valutakursen stabil.

Endringen av pengepolitisk regime var nok riktig. Rollen som makroøkonomisk stabilisator er lettere å oppfylle i et fleksibelt inflasjonsmålsregime. Samtidig er det viktig å huske på at selv om rammeverket for å føre god pengepolitikk er til stede, er det opp til Norges Bank å gjøre de grepene som trengs for å holde den økonomiske utviklingen stabil fremover.

Perioden etter at regimet med fleksibelt inflasjonsmål ble innført har bydd på en rekke utfordringer for sentralbanken. Konjunkturforløpet har vært litt spesielt med økonomisk vekst samtidig som inflasjonen har vært rekordlav. Norges Bank har taklet disse utfordringene bra, og beslutningen med å sette ned renten fra desember 2002 virker i ettertid som en god respons på sjokkene som norsk økonomi har vært utsatt for. Lav inflasjon skal møtes med ekspansiv pengepolitikk, men faren for at den kan bli for ekspansiv er alltid til stede.

Norsk pengepolitikk står også overfor en rekke utfordringer i fremtiden. Sterk kronekurs delvis som følge av høy oljepris, høye boligpriser og sterk kredittvekst blant husholdningene er noen av faktorene som må tas hensyn til i den videre utformingen av pengepolitikken. I de første årene med fleksibelt inflasjonsmålsregime har vi kanskje sett tendenser til at sentralbanken har lagt for stor vekt på å nå inflasjonsmålet. Jeg er av den oppfatning at hensynet til den realøkonomiske utviklingen må få en større rolle i årene som kommer. Norges Bank utvidelse av horisonten for måloppnåelse er et steg i riktig retning, men enda større fokus på rollen som makroøkonomisk stabilisator er kanskje på sin plass. Uansett utvikling vil det bli spennende å følge den pengepolitiske debatten fremover.

Referanser

Bergo, Jarle (2004): Fleksibel inflasjonsstyring, *Penger og kreditt* 2/04 (s. 76-83)

Bergo, Jarle (2002): Pengepolitikk, konjunkturer og konkurranseevne, *Penger og Kreditt* 3/02 (s. 120 – 126)

Clarida, Gali og Gertler (1999), The science of monetary policy: A new Keynesian perspective, *Journal of economic literature*, December 1999

Dørum, Holden og Isachsen (2005): *Norges Bank Watch 2005: An independent review of monetary policymaking in Norway*, kap. 4-6 (s. 34-73), Centre for Monetary Economics, Handelshøyskolen BI, 2005.

Friedman, Milton (1968): The role of monetary policy, *American Economic Review*, mars 1968 (s. 1-17)

Holden, Steinar (1998): *Pengepolitisk regime for Norge*, Sosialøkonomisk institutt, UiO

Holden, Steinar (2003): *Mundell-Fleming modellen ved perfekt kapitalmobilitet*, notat Sosialøkonomisk institutt, UiO

Isachsen, A.J. og Moen E. (1999): *Er eurotilknytning så ille?* Handelshøyskolen BI

Mishkin, Frederic S. (1997): *The economics of money banking and financial markets*, 5th edition, Columbia University

Mishkin, Frederic S. (2000): What should Central Banks Do?, *Federal Reserve Bank of St. Louis*, November/December 2000 (s. 1-13)

Naug, Bjørn E. (2003): Factors behind movements in the krone exchange rate – an empirical analysis, *Norges Bank Occasional Papers* no. 32 (s. 115–135)

Persson, T. (1989): Stabiliseringspolitikens möjligheter: En instabil historia, *Inflation, arbetslöshet & Stabiliseringpolitik*, Ekonomiska Rådet

Røisland, Øistein og Sveen, Tommy (2004): *Pengepolitikk under et inflasjonsmål*, Norges Bank

Svensson, Lars E. O. (1998): Inflationsmål i en öppen ekonomi: Strickt eller flexibelt?, *Ekonomisk Debatt*, 1998 (s. 431-439)

Winje, Pål og Aas, Lars-Erik (1997): Norges Banks likviditetspolitikk – og litt om andre land, *Penger og kreditt* 2/97 (s. 238-244)

www.norges-bank.no: Institusjonelle fakta fra hjemmesiden og *Inflasjonsrapport* 02/04 - 03/05

www.dn.no – diverse artikler

www.nettavisen.no – diverse artikler